

A biztonság kockázata: tőkegarantált alapok komplex megközelítésben¹

Kiss Gábor Dávid – Vajda Beáta

Dolgozatunk során széleskörűen vizsgáltuk annak kérdését, hogy vajon tényleg létezik-e olyan eszköz, amibe fektetve kockázat nélkül részesedhetünk a hozamból – egy olyan piacon, amely gyakran, de nem mindig hatékony.

A befektetők szubjektív, észlelt kockázata nem áll maradéktalanul összhangban a szóráson alapuló pénzügyi kockázattal. Ezért megvizsgáltuk a kockázat pszichológiai dimenziójának több területét, amely úgy gondoljuk, hogy újdonságnak számít a pénzügyi témájú kutatások terén.

A tőkegarantált alapok legalapvetőbb típusának a zártvégű formát tekintjük – amely jelentős prémiumot hozhat a kibocsátó számára azáltal, hogy érvényesíti a teljes költség hányados és a valódi alacsony működési költség közötti különbséget. Emellett rávilágítottunk arra, hogy a nyílt végű, saját kibocsátású befektetési jegyek bázisán képzett alapok alapja jellegű konstrukció további járulékos előnyökkel jár az alapkezelő számára. További megfigyeléseket tettünk annak terén, hogy a nyíltvégű és hozamgarantált konstrukciók a tényleges hozamot termelő opciók alapon belüli részarányának rovására jönnek létre.

Mindezek fényében megfogalmaztuk, hogy a klasszikus „buy and forget” technika a hedge fundok közvetett jelenléte által jelentett magasabb kockázat miatt kevésbé ajánlott, ugyanakkor a magasabb eladási jutalékok és a zártvégűség komoly hozam-áldozatokkal járhat a befektetési jegyek értékesítésekor.

Kulcsszavak: tőkegarantált befektetési alapok, szubjektív kockázatészlelés

1. Bevezetés

Egy új, hazánkban még csekély irodalommal rendelkező befektetési formával kapcsolatban több kérdés is felmerül a kutatóban. Munkánk során mindenekelőtt modellezni szerettük volna ezen eszközök működését, illetve választ adni arra, hogy milyen kockázatok mellett milyen befektetési stratégia javasolható a befektetőknek a tőkegarantált alapok esetében.

¹ Jelen tanulmány a Pénzügyi közvetítők és termékeik tagozaton I. díjat nyert azonos című pályamű rövidített verziója. Témavezető: Kosztópulosz Andreász.

A tanulmány bővebb változata megjelent a Hitelintézeti Szemlében (2008, VII/2: 121-150. o.).

Mindehhez azonban meg kellett vizsgálnunk, valójában mit is jellemzi a befektetők által alkotott keresleti oldalt? Azonos-e a kockázat értelmezése a keresleti és kínálati oldalon?

E kérdések sűrítése során jutottunk el az alábbi öt, legfőbb probléma kimondásához, melyekre az alábbi összesített válaszokat adtuk:

- Azonos-e a pénzügyi és a szubjektív észlelt kockázat? Úgy gondoljuk, hogy míg a pénzügyi kockázat a befektetési eszköz (racionális) tulajdonsága, addig az észlelt kockázat a befektető korlátozottan racionális ítélőképességéből fakad.
- Milyen tényezők befolyásolják a laikus kisbefektetőket döntéseik meghozatalakor? Milyen szerepet játszanak a pénzügyi szempontok és milyen szerepet játszik a kockázat szubjektív észlelése a tőkegarantált alapok választásában? Az emberek, mint befektetők döntéseik során nemcsak az objektív – ahogy az eddigiekben megfogalmaztuk: pénzügyi – kockázatokat veszik figyelembe; döntéseiket szubjektív érzéseik – kockázateszlelésük befolyásolja.
- Mi eredményezheti a tőkegarantált befektetési alapok felülreprezentáltságát hazánkban? Hazánkban az emberek többsége kockázatkerülőnek minősül; a tőkegarantált alapok választásának fő motivációja az, hogy ezen befektetési formánál kizárólag a nyereség megléte bizonytalan, ezzel szemben a tőke megléte garantált; azaz, ha a nyereség nem is biztosított, a veszteség korlátozott.
- Mennyire van kitéve a többi piaci szereplő működési kockázatának egy tőkegarantált befektetési alap? Melyek a különösen magas kockázatú piacok? A tőkegarantált befektetési alapok által kezelt eszközök terén kapcsolat mutatható ki a fedezeti alapok között. A fejlődő- és nyersanyagpiacokon utóbbiak jelenléte miatt fennáll a buborékok kialakulásának veszélye, ami rejtett kockázatként jelentkezik a befektetők számára.
- Léteznek-e olyan alapkezelési stratégiák, ahol a személyi jellegű és tranzakciós költségeken a leginkább spórolni lehet? A tőkegarantált befektetési alapok esetében alkalmazott passzív portfóliókezelési stratégia azt eredményezi, hogy csupán az alap indulásakor keletkeznek tranzakciós költségek.

Munkánkat ebből kifolyólag a fenti gondolatmenetre fűzzük fel, végigjárva és modellezve mind az eszköz, mind az azt választó befektető működését és környezetét.

2. A kínálati oldal

A bevezető fejezetekben felvázoltuk a kockázat és a piac eltérő értelmezésének lehetőségét. Mindez lehetőséget biztosít arra, hogy immáron közelebbről vizsgálhassuk a tőkegarantált alapokat – előbb kockázati szempontból, majd pedig rámutatva arra, hogy miért is éri meg egy alapkezelő számára egy ilyen terméket kibocsátani.

2.1. Mennyire van kitéve a többi piaci szereplő működési kockázatának egy tőkegarantált befektetési alap? Melyek a különösen magas kockázatú piacok?

A tőkegarancia létrehozásának technikája a legfontosabb momentum a tőkegarantált befektetési alapok esetében. Mindezt a 2001. évi CXX. Tőkepiacokról szóló törvény 241. § az alábbi módon szabályozza: a befektetési alapkezelő az alap hozamára vonatkozó ígéretet kizárólag a tőke megóvására vonatkozó ígérettel együtt tehet. Az ígéretet köteles bankgaranciával biztosítani, vagy a hozamot biztosító pénzügyi eszközökkel és befektetési politikával alátámasztani az ügyfél részletes tájékoztatása mellett. A tőkegarantált befektetési alapok (illetve más terminológia szerint „strukturált alapok” illetve „bull cv”-k) az alábbi felépítést követve jönnek létre: a tőke futamidő végén történő garantált visszafizetését valamilyen fix hozamú, alacsony kockázatú eszköz (állampapír, bankbetét) beiktatásával biztosítják, míg a tényleges hozamot opciók vásárlásával érik el. Ezáltal arra a következtetésre jutottunk, hogy az előállított portfólió voltaképpen kockázatmentes – a befektetett tőkénket nem kockáztatjuk, hiszen az állam és a bank rendes körülmények között fizetőképessé, miközben az opció közbeiktatása nem jár a tőkénk kockáztatásával.

Nem árt tisztázni mindazonáltal a „kockázatmentes befektetés” fogalmát. Az állampapír esetében az állam jogi garanciája áll a befektetett tőke és a kamatok törlesztése mögött, míg az opciók esetében azért lehet alacsony kockázatról beszélni, mert az opciós díj kifizetése után a tőkét nem fenyegeti annak elvesztésének kockázata (pl.: ha csődbe megy az a társaság, amelynek részvényeire az opciót megvették). Azonban a tőke hozama továbbra is bizonytalannak tekinthető – amelyet át lehet hidalni azzal, hogy a tőkét az opció lehívásáig terjedő időben az alapkezelő befektetheti egyéb, alacsony kockázatú eszközökbe – lehetővé téve a „bull cv” jellegű működést. Az opciók logikájából kiindulva (az opciós díjat leszámítva) a negatív hozam kizárt, a kockázat tehát abban rejlik, hogy lesz-e hozamunk a lejáratkor.

Mindebből arra a következtetésre juthatunk, hogy a befektető kockázata a tőkegarantált befektetési alap választása esetén nem a befektetett tőke oldalán keletkezik (hiszen az védve van a garancia miatt), hanem a hozamoknál! Ezáltal értelmezhető a kockázat eltérő volta, valamint helyreáll a tőkepiacokat jellemző alapvető szabály is: magas hozammal nem járhat alacsony kockázat.

A tőkegarantált alapok megszületése 1976-re vezethető vissza, amikor felbukkant a hozamgarancia egyik megjelenési formájaként a bull betétjegy (bull cd), amikor Merton és Scholes CBOE (Chicagói Opciós Tőzsde) opciókba fektetett – kihasználva az emelkedő árfolyamok nyereségét. Mindezt kamatot fizető számlákkal kombinálták, így védekezve az árfolyamcsökkenés ellen. Akkor ez a kísérlet a befektetők érdeklődésének hiánya miatt megbukott, azonban innentől számíthatjuk a tőkegarantált alapok megszületését (Dunbar 2000).

Amikor az Európai Monetáris Unió megvalósulásának közeledtével a kamatlábak Európa-szerte csökkenésnek indultak, illetve az ekkor lezajló privatizációs hullám friss részvényekkel látta el a piacokat, a befektetők a részvénytőzsi piacok felé fordultak. Ekkor Goldstein a strukturált termékek segítségével ajánlotta fel a kisbefekte-

tőknek a részvénytőke hozamából történő részesedést – miközben nekik nem kell attól tartaniuk, hogy elvesztik a befektetett tőkéjüket. A legegyszerűbb strukturált termékben egy hosszú lejáratú részvényindex-vételi opció és államkötvény található. Az index esetleges zuhanása esetén az opció ugyan értéktelenné válik, de az államkötvény garantálja a befektetett tőke visszafizetését. Milyen módon érik el mindezt? Induláskor kiszámolják, hogy mekkora államkötvény-állomány esetén éri el az állampapírok jövőértéke a befektetések névértékét – ennyi pénz jön össze a kamatokból. A fennmaradó tőkét pedig index-vételi opcióba teszik be.

A klasszikusnak számító, zártvégű, egy opciót tartalmazó struktúrának napjainkra mind több változata ismert. A Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeleténél 2007. február 20-án készített interjúból kitűnik, hogy hazánkban – épp azok rendkívüli népszerűsége miatt – a legújabb formák hamarabb jelennek meg, mint a nyugat-európai piacokon.

Fontos azonban kitérni három uralkodó tendenciára. A garantált alapok hazai elvárásoknak történő adaptálásának tekinthető újdonságok megjelenése mellett (ügyfelek számára likviditást biztosító nyíltvégű alapok) érezhető a nyugaton jellemző hosszú lejáratú típusok (nálunk unit-linked módon értékesített) elterjedése. Mindazonáltal valamennyi típus az eredeti, zárt végű változat módosulataként képzelhető el – azaz úgy módosítják az eredeti modellt, hogy az megfeleljen a kitűzött céloknak, de a klasszikus forma egy-egy tulajdonságának feláldozásával.

A klasszikus modell tulajdonságai tehát az alábbiak: zárt végű, emiatt nem igényel túl nagy készpénzállományt (zömében az esetleges alapkezelői, letétkezelői, felügyeleti, könyvvizsgálói díjak fedezésére). Portfóliója túlnyomó hányadát (induláskor többnyire 80-90%) állampapírok vagy bankbetétek képezik. A „maradék” (10-20%-os) részt fektetik opciókba. A jegyzék időszakát követően a befektetési jegyeket tőzsdére vezetik, ily módon biztosítva a befektetők számára a kiszállás lehetőségét. A futamidő átlagosan 2-3 év.

A hozamgarantált alapok ettől térnek el oly módon, hogy a fix hozamú eszköz arányát megemelik, amely így nem csupán kipótolja az opciós díj miatt kieső részből fakadó tőkehányadot, hanem még pozitív hozamot is biztosít. Áttekintve azonban a klasszikus modell működését, mindebből az következik, hogy opciók vásárlására kevesebb tőke jut, ami az elérhető hozam mértékét csökkenti.

A hozam- és tőkegarantált pénzügyi, betét és kötvényalapok érdekes színfoltjai a garantált alapok nagy családjának. Közös jellemzőjük, hogy – akárcsak „hagyományos” társaik – teljes mértékben fix hozamú termékekből állnak (bankbetét, repo, jelzáloglevél, állampapír, egyéb kötvények). Tőkegaranciát jellemzően 90 napos tartást követően biztosítanak tulajdonosaik számára. Mindazonáltal felmerül a kérdés, miszerint a tőkegarancia ígérete nem több-e egy egyszerű marketingfogásnál – kiszolgálva a befektetők igényeit. Ezt a véleményünket mind a Felügyeletnél, mind az alapkezelőknél készített interjúk alátámasztották („divatmarketing”, „A magyaroknak bármit el lehet adni garancia mellett”). E tendenciáért a válaszadók mindannyiszor az alulfejlett befektetői kultúrát okolják.

A „cliquet tree capitalization” elven működő alapok esetében a több opciót tartalmazó kosarat indít az alapkezelő, amelyet előre meghatározott referencia időpontokban értékelik, és a rosszul (küszöb alatt) teljesítő elemek kikerülnek a kosárból.

Maximált hozamú alapok esetében az opciós részalappal elérhető hozam mértéke limitált, ezt meghaladó hozam esetén a fennmaradó hányad az alapkezelőt illeti.

Az alapok alapja konstrukció meglehetősen sajátos értelmezését érhetjük tetten a CIB Alapkezelő esetében, ahol a saját alapjaik mozgását követő terméket hoztak létre. Ezáltal az ügyfelek részesülhetnek az ingatlan-, a kötvény-, a pénz- és részvénytőkepiacok hozamaiból, miközben az alapkezelő voltaképpen saját magával szemben ír ki opciót. Mindez jelentős költségeket megtakarítást jelent a CIB Alapkezelő számára, ami javítja a termék jövedelmezőségét (CIB Alapkezelő 2006a).

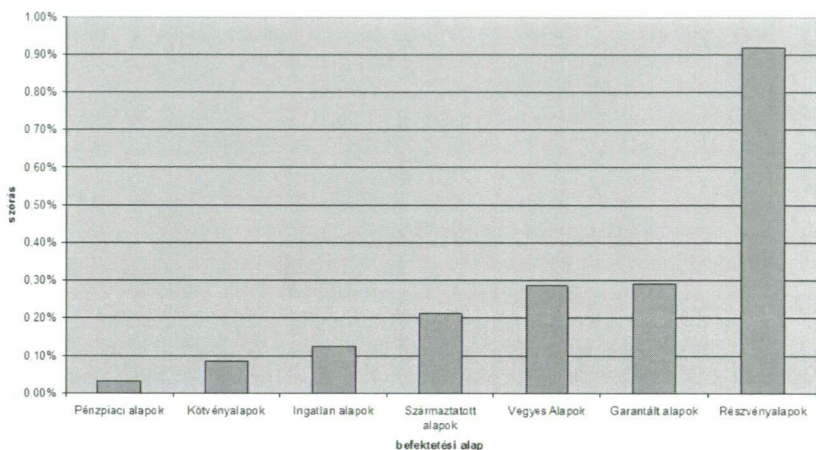
Nyíltvégű garantált alapok esetében az alapkezelő vállalja a befektetési jegyek visszaváltását, ami viszont többlet készpénzállomány tartását feltételezi. Az alapmodell működéséből következik, hogy a többlet likviditás biztosítása csak akkor lehetséges, ha csökkentik az opciók arányát. Néhány alapkezelő ezt a problémát úgy kezeli, hogy a fix hozamú eszközöket 3 hónaposnál rövidebb bankbetétekből állítja össze – ezáltal szabadabban képes biztosítani az alap likviditását.

A jelentkező kockázat mindig viszonylagos, azaz el kell tudni helyeznünk a tőkegarantált alapokat a befektetési alapok hozam-kockázat terében ahhoz, hogy valós képet kapjunk erről az instrumentumról. Az OTP (2006) alapkezelő tőkegarantált alapjainak kommunikációjában bár érzékelteti a kérdést, de nem állít fel sorrendet az alapok között – azonban azt a látszatot kelti, hogy azonos kockázat mellett magasabb hozamot ajánl a befektetők részére.

Egyszerűbb lesz a kép, ha a kockázati besorolásnál visszanyúlunk az alapok szórásnégyzetéhez, hiszen ez a statisztikai mutató a papír árfolyamának instabil voltára mutat rá (Ulbert 2002). Ezáltal viszont leszögezhető, hogy a variancia és a kockázat együttes mozgást végez. A PSZÁF által megjelentetett „A nyilvános befektetési alapok költségei a 2006-os évben” című kiadványhoz kapcsolódó statisztikai adatbázisban fellelhető szórásadatok alapján készítettük átfogó értékelést (1. ábra). Ennek során 69 tőkegarantált és 197 „hagyományos” befektetési alap esetében mértük fel az átlagos szórást. A garantált alapok esetében az átlagolás a mögöttes termékek figyelembe vétele nélkül, a súlyozás során a súlyozott átlagos nettó eszközértéket vettük figyelembe, akárcsak a többi befektetési alap kategória esetében.

Mindez azt mutatja, hogy a tőkegarantált alapok szórásuk (és ezáltal kockázatuk) alapján a részvényalapok és a kötvényalapok között foglalnak helyet. Ez az ábra épp arra bizonyíték, hogy a tőke garantálása mellett a hozam létrejötte meglehetősen bizonytalan.

1. ábra A tőkegarantált alapok helye a hozamok szórása alapján



Forrás: PSZÁF (2007) alapján saját szerkesztés

A befektetési alapok világának meglehetősen egyedi szereplőit alkotják a hedge fundok. Mindezt teszik egyrészt azért, mert működési területük alapvetően az opciós piacra irányul, illetve azért, mert az ő működésük van a legkevesebb jogszabály által körülhatárolva. Ezen zártkörű alapok egyik fő jellemzője, hogy elsősorban nagy vagyonnal rendelkező befektetők számára nagyon magas kockázat és rövid időtáv mellett magas hozamot biztosítanak. Ennek érdekében korlátlan kereskedési jogokkal bírnak (a gyenge szabályozást és az alacsony adózást többnyire az adóparadicsomokban történő bejegyzés is elősegíti), felvehetnek rövid pozíciót, illetve nagyobb mértékben vehetnek fel hitelt, mint más alapok. Mindez megteremti a lehetőséget a magas tőkeáttételre és kockázatvállalásra – ami azt eredményezheti, hogy az alap önmaga is képes a piac működését jelentős mértékben befolyásolni (May (2003).

Komplex elemzésünkben igen fontos kitérni a nemzetgazdasági hatásokra is. A tőkegarantált alapok működése során a legfőbb intézményi érdekhordozóknak az alapkezelőn túl a bankrendszer, a magyar állam és az opció kibocsátója tekinthető (eltekintve a könyvvizsgálóktól, letétkezelőktől és egyéb szereplőktől).

A bankrendszer számára – bármilyen meglepő is legyen – a tőkegarantált befektetési alapok piacszerzési lehetőséget kínálnak, miközben stabilizálhatják betéti állományukat. Abban az esetben ugyanis, ha az alap fix eszközei bankbetétekből állnak, a teljes vagyon 70-90%-a a bankokhoz vándorol. Mindez azt is jelentheti, hogy ha az ügyfél a saját bankjának tulajdonában álló alapkezelőnél jegyez tőkegarantált alapot, akkor valójában a tőkéjének mindössze 10-20%-ával végez tényleges művele-

teket, hiszen a „maradék” visszavándorol a bankhoz – illetve az alapkezelő realizálja a relatíve magas alapkezelői díjakat.

Az államháztartás számára az adósság finanszírozását teszi könnyebbé az állampapírok irányában mutatkozó esetleges többlet kereslet. Ezáltal itt sem beszélhetünk a külső egyensúly romlásáról.

Az opciók esetében már nem teljesen egyértelmű a kép. Abban az esetben ugyanis, ha az alaptermék nem a hazai piacokon van jegyezve, illetve az OTC opció kiírója külföldi befektetési bankház, akkor a külső egyensúly romlásáról és tőkekivonásról beszélhetünk.

2.2. Léteznek-e olyan alapkezelési stratégiák, ahol a személyi jellegű és tranzakciós költségeken a leginkább spórolni lehet?

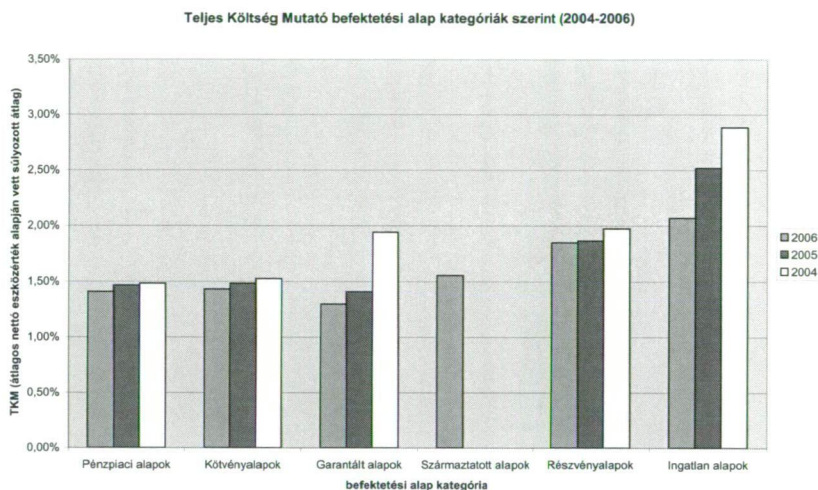
A pénzügyintézeteknél (melyek a magyar alapkezelők többségének anyavállalatai) a legmagasabb nem kamatjellegű ráfordítás magából a személyi jellegű ráfordításokból származik. Nem minden ok nélkül, hiszen ebben a szektorban az emberi tőke a legfontosabb tényező a siker szempontjából. Azonban ennek a drága erőforrásnak a minél hatékonyabb felhasználása ugyanúgy kulcsfontosságú tényező.

A zártvégű tőkegarantált befektetési alapok befektetési jegyei forgalomképesek – azonban a futamidő során kizárólag a tőzsdén keresztül értékesíthetők illetve vásárolhatóak meg. A túlzott likviditás ugyanis már ellenkezne a működés logikájával – túl sokszor kellene hozzányúlni a már befektetett bankbetét/államkötvény állományhoz, ami a nyitó pozíció szétforgácsolódásához vezetne. További veszélyként jelentkezne az alapkezelő számára az időről időre bekövetkező nemzetközi nyereségrealizálás (és tőkekivonás) trendje, ami fokozná a tőkegaranciát biztosító elemeken a nyomást. Tehát a lejáratkori tőkegarancia intézménye kifejezetten igényli az alacsony likviditást, továbbá ily módon a befektető a jegyek eladása után csak nehezen lenne képes újabb zártvégű tőkegarantált alapot találni olyan piacon, ahol épp jegyzési időszak van. A tőkegarantált hozam „kimazsolázása” ellen hat az a tény is, hogy az alapkezelők az átlagosnál magasabb jutalékkal sújtják vételt és eladást e jegyek esetében. Ez a magatartás azért is érthető, mert így az alapkezelőnek kell az ügyfél nevében megjelennie a piacon, ami már élömlátvány-terhet von maga után.

Az alapok költség alapján történő minősítésére biztosít lehetőséget a 2004/384/EK ajánlás, amelynek során a napi nettó eszközértékre vonatkozó adatszolgáltatások, és a befektetési alapok éves jelentései alapján a befektetési alapkezelő társaságok a PSZÁF rendelkezésére bocsátották a működési költségeiket. Ezek az alapok tájékoztatóiban és kezelési szabályzataiban kerülnek bemutatásra úgy, mint alapkezelési díj, letétkezelési díj, alapkezelő sikerdíja, könyvelési költségek, könyvvizsgálói díjak, marketing költségek, közzétételi díjak, felügyeleti díjak, stb. Mindebből került kiszámításra a teljes költséghányados, amely az alapot terhelő összes költség csökkentve az értékpapír alapok esetében az értékpapírok kereskedési költségeivel, illetve ingatlan alapok esetében az értékcsökkenéssel. Mindez osztásra kerül

az alap éves átlagos nettó eszközértékével. Ezáltal megkaphatjuk az egyes alapokra jellemző átlagos költség szintet (2. ábra) (idézi Portfolio 2006a).

2. ábra A teljes költséghányados változása 2004 és 2006 között a nyilvános befektetési alapok esetében



Forrás: PSZÁF (2007) alapján saját szerkesztés

A grafikon szemléletesen mutat rá a garantált alapok relatív olcsó voltára, hiszen azok költségei az ingatlan- és részvényalapok alatt maradtak. A garantált alapoknál egyedül a különböző állampapírokra épülő alapok voltak olcsóbbak. Emellett nem mehetünk el amellett a tény mellett, hogy a garantált alapok jelenleg az értékesítés felfutó ágában vannak, ami magasabb marketingköltségeket terhel rájuk. A TKM mutató évről évre mutatkozó csökkenését a garantált alapok esetében a szegmens gyors felfutása magyarázza – a 2004-ben (18 db-os bázis) és a 2005-ben (17 db új) indított alapok esetében már nem állnak fenn az indítás egyszeri magas költségei, így széles bázist alkotva képesek ellensúlyozni a 2006-os bővülést (34 db), miközben a forgalmazó alapkezelők bővülése miatt a verseny is megnőtt. Tapasztalataink alapján elmondhatjuk, hogy a tőkegarantált befektetési alapok esetében alkalmazott passzív portfóliókezelési stratégia azt eredményezi, hogy csupán az alap indulásakor keletkeznek tranzakciós költségek. Ezáltal az alap működése rendkívül gazdaságos lehet az Alapkezelő számára.

Az értékesítés szerepének kérdése először a Felügyeletnél készített interjú során merült fel. A bankrendszer fióknyitási boomját ugyanis nem mindig követte a humánerőforrás megfelelő képzése – az alapkezelők korlátozott kapacitásai miatt.

Másfelől az általunk készített 392 fős véletlen mintán felvett kérdőív azon kérdése, hogy mi alapján döntenek adott befektetés mellett a befektetők, azt az eredményt hozta, hogy az ügyintézők szerepe alacsony – lényegében a hirdetésekkel azonos súlyozást kapott, és megelőzték őket a tájékoztatók, az ismerősök, valamint a visszamenőleges adatok is, mint információforrások.

Annak eldöntésére, hogy a befektetők miért nem értékelik nagyra az ügyintézők által biztosított közvetlen információs csatornát, próbavásárlásokat végeztünk 12 fővárosi és 3 vidéki bankfiókban. A kapott eredmények meglehetősen szélsőségesek lettek, mivel az általunk felkeresett ügyintézők válaszainak szakmaisága függetlennek bizonyult mind a banktól, mind az ügyintéző nemétől, életkorától, mind a fiók elhelyezkedésétől. Gyakran előfordult, hogy ugyanazon bank egyik fiókjában kielégítő eredményt kaptunk, majd egy órán belül fél kilométerrel arrébb már lesújtó tapasztalatokról kellett beszámolnunk. A vidéki fiókok esetében szintén szóródik az eredmény. Mindez azt jelenti, hogy még egy átlagosan informált ügyfél sem lehet biztos benne, hogy szakmailag mennyire kompetens válaszokat fog kapni kérdéseire. Bár a vizsgált minta mérte alapján nem vonhatunk le messzemenő következtetéseket, azonban a kapott adatok mégis elgondolkodtatóak.

3. A keresleti oldal

A befektető személyisége jelentősen képes árnyalni a tőkegarantált alapokról alkotott képet. Felmerül a kérdés: mitől függ, hogy az emberek (mint a pénzügyi szférában laikusnak számító egyének) hogyan ítélik meg a kockázatokat, és ezen belül a pénzügyi döntések kockázatát? A válasz benne van a kérdésben, és eddig is utaltunk rá: emberek vagyunk, ezért szubjektíven ítéljük meg a kockázatokat. Ez a tény a kockázat pszichológiai megközelítéseiben játszik fontos szerepet, ezért ezekkel a megközelítésekkel foglalkozunk részletesebben.

3.1. A kockázatészlelés megközelítései, meghatározása és az észlelést befolyásoló tényezők

Nemcsak a kockázat fogalmának, hanem a kockázatészlelésnek is számos megközelítése, illetve definíciója létezik, tovább árnyalva a képet a befektetők viselkedésének vizsgálatára kapcsán.

A pszichológiai megközelítések egyik irányzata a valószínűségi ítéletalkotást vizsgálja, azaz az információk hasznosítását bizonytalan helyzetekben, azt, hogy hogyan viszonyulnak az egyén által becsült valószínűségek az egyébként „racionálisan” kiszámíthatókhoz? Azaz: hogyan ítélik meg az emberek az olyan befektetési lehetőségeket, amelyeknek egyébként az általunk pénzügyinek nevezett kockázata pontosan kiszámítható? A laikusok kockázatészlelésének és értékelésének vizsgálatára irányuló kutatások alapján az egyik, talán legfigyelemreméltóbb kijelentés, hogy a laikusok értékelésében a statisztikai adatok nem játszanak döntő szerepet. Kahneman és

Tversky (idézi Slovic 2007) ide vonatkozó elmélete szerint az emberek úgynevezett heurisztikákat (feladatmegoldó módszereket/olyan folyamatokat, amelyekben bonyolult ítéleteket egyszerűbbekre vezetnek vissza) alkalmaznak döntéseik során, és nem követnek racionális számítási elveket, illetve statisztikai törvényszerűségeket. Általában ezek a heurisztikák hasznosak, néha azonban komoly és szisztematikus hibákhoz vezetnek. A következő heurisztikákat említhetjük meg, amelyek befolyásolják az ítéleteket a kockázátészlelésben.

- Hozzáférhetőségi heurisztika: alkalmazásakor egy esemény gyakoriságának megítélése attól függ, hogy milyen könnyű azt az emlékezetbe idézni.
- Reprezentativitás: az emberek annak valószínűségét például, hogy valaki orvos, aszerint becsülik meg, hogy milyen mértékben hasonlít egy orvos sztereotípiájához.
- Kiigazítás és lehorganyozás: amikor az emberek egy kezdeti értékből kiindulva készítenek becsléseket, amit úgy igazítanak ki, hogy a végső választ adja.
- Túlzott bizonyosság a saját ítélet helyességében: a saját tudás korlátainak fel nem ismerése.
- A bizonyosság kívánása: az arra készteti az embereket, hogy a bizonytalanság okozta szorongást túlzott, megalapozatlan bizonyossággal csökkentsék.

A szerzőpáros tehát „a pszichológiai kutatás felismeréseit a közgazdaságtudományba integrálta, különös tekintettel az emberi ítéletalkotásra és döntéshozatalra a bizonytalanság körülményei közepette (Hámori 2003, 780. o.).

A pszichológiai megközelítések egy másik irányzata a pszichometrikus irányzat. Az ide tartozó szakértők (pl. Slovic) a kognitív pszichológia módszereivel próbálták feltárni a kockázátészlelést meghatározó tényezőket, és egy társadalomban illetve kultúrában jelenlevő kockázattitűdök és észlelések kognitív térképeinek megrajzolására tettek kísérletet. Weber (2003) kutatásaival igazolta, hogy a pszichometrikus modell a pénzügyi döntések kapcsán is alkalmazható. Slovic kutatta a laikusok kockázátészlelésének jellegzetességeit, és a laikusok kockázattal kapcsolatos tudását a kevesebb információ és esetleges tévedések ellenére is sokkal gazdagabbnak tartotta a szakértőkénél.

A kulturális antropológia megközelítései szintén a pszichológiai közelítésekhez tartoznak. Az alap gondolatok Douglas és Widavsky (1982) nevéhez fűződnek. Az embereket a közösen osztott értékek és hitek alapján meghatározott kulturális csoportokba osztották, és nem a kockázatot magát tartották a kockázatokkal kapcsolatos ítéletek és észlelések létrejöttében a legmeghatározóbb tényezőnek, hanem a kockázátészlelő jellemvonásait, felhívva a figyelmet arra, hogy a laikusok szubjektív kockázátészlelése mögött ott van a kultúra területe az általa meghatározott értékekkel, hiedelmekkel, előítéletekkel. Úgy gondoljuk, hogy a pénzügyi befektetések kockázatának megítélésénél is kiemelten fontos a kulturális faktor. A magyar befektetők alacsonynak mondható kockázattűrő hajlandósága (lásd pl. Ulbert – Csanaky 2004) nagymértékben köszönhető kultúránknak. Ezt alátámasztja a Geert Hofstede

által meghatározott bizonytalanság – kerülési index, amely azt fejezi ki, hogy egy kultúrában az egyének milyen mértékben érzik magukat kellemetlenül egy strukturálatlan, nem szokásos szituációkban. Magyarország bizonytalanság – kerülési indexe (82 pont) jóval magasabb, mint a világátlag (62 pont), és az európai átlagot (79 pont) is meghaladja².

Magát az észlelt kockázatot többféleképpen határozhatjuk meg. Everitt (1996) a kockázátészlelést a következőképpen határozza meg: az egyén álláspontja egy bizonyos cselekedettel vagy életstílussal kapcsolatos kockázat valószínűségéről. Kolos (1998) szerint a fogyasztó szükséglet - kielégítésére irányuló magatartását feltételezve, a kockázat a fogyasztó azon szubjektív várakozása, hogy cselekedeteinek negatív következményei lehetnek, amelyek valamilyen veszteség formájában jelentkeznek. Adams (idézi Greene 2000) kijelenti, hogy mindannyian valódi kockázatszakértők vagyunk, és szakértelmünk mindennapi tapasztalatainkon és az ezekből való tanulás képességén alapszik.

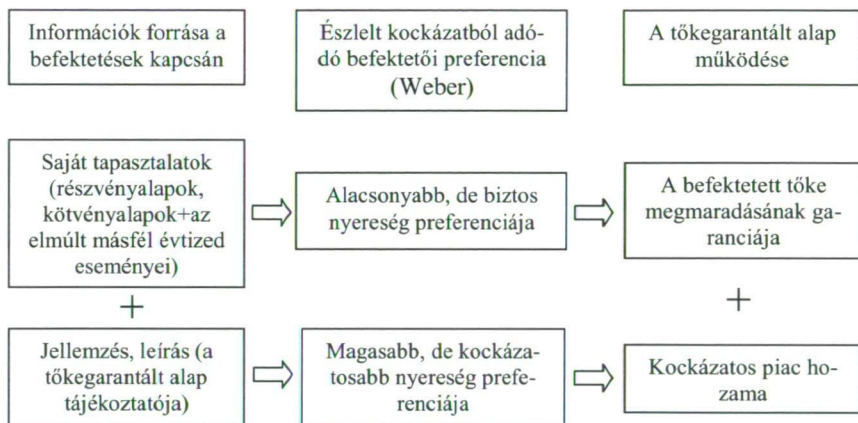
Weber (2003) szerint az emberek egy kettős feldolgozó rendszeren keresztül értékelik a megszerzett információkat. Egyrészt egy algoritmikus rendszeren keresztül, amely szabályokon alapul, és folyamatos tudatosságot igényel; másrészt olyan rendszeren keresztül, amely gyors, automatikus, és érzelmi reakciókkal, valamint asszociációkkal segíti az információk feldolgozását. Mindkét rendszer működik bennünk, ugyanakkor fontos jellemzője ennek a működésnek, hogy olyan kérdésekben, amelyekben laikusnak számítunk, a másodikként említett, érzelmek által működtetett rendszer a domináns. Egyetértve Weber feltevéseivel, úgy gondoljuk, hogy a kisbefektetők nagy része, akik laikusnak számítanak a pénzügyek világában, nagymértékben érzelmeik és asszociációik segítségével dolgozzák fel az egyes befektetési lehetőségekről, így a tőkegarantált alapokról kapott információkat.

Szintén Weber (2003) leírása alapján különböztethetünk meg kétféle szituációt az észlelt kockázat kapcsán: amikor jellemzések alapján ítélnünk meg egy kockázatot, illetve amikor saját tapasztalataink alapján ítélnünk. Több empirikus kutatás tapasztalatai alapján az a megállapítás született, hogy azon esetekben, amikor az egyéneknek csupán leírások, jellemzések alapján van információjuk az adott szituációról, a ritkább események gyakoriságát túlbecsülik, így kevésbé preferálják a kisebb, de biztos nyereséggel járó eseményt, míg jobban a nagyobb nyereséggel járó, de kockázatosat. Ugyanakkor, ha már tapasztalataik vannak egy adott szituációval kapcsolatban, ez a tendencia megfordul, és többen preferálják a biztos kimenetet. Úgy gondoljuk, hogy ezen gondolatsor remekül illeszthető a magyar lakosság tőkegarantált alapokkal kapcsolatos kockázátészlelésére. Tőkegarantált alapot egyrészt gyakran olyan befektetők választanak, akiknek már vannak tapasztalataik egyéb alapokkal – kötvényalapokkal, részvényalapokkal –, illetve az elmúlt másfél évtized pénzpiaci működéséről, bankcsődjeiről is vannak emlékeik; másrészt maga a tőkegarantált alap,

² Az adatok forrása: www.geert-hofstede.com.

ahogyan már említettük, meglehetősen újnak számít a magyar lakosság körében, így erről a konkrét formáról jellemzések, leírások alapján van információjuk. A tőkegarantált alapok működésének kettőssége (a befektetett tőke megmaradását garantálja, ugyanakkor az opciók révén lehetőség van nagyobb nyereségre, amely azonban már korántsem biztosított) eredményezheti tehát azt, hogy ezen befektetési forma kapcsán a fent említett, Weber által jellemzett mindkét típusú szituáció fennáll, és jól illeszkedik hozzá. Mindezt a 3. ábra szemlélteti.

3. ábra A weberi modell alkalmazása tőkegarantált alapokra



Forrás: Weber (2003) alapján saját szerkesztés

A tőkegarantált alapok kapcsán ezt a kettős szemléletmódot nagyon jól alátámasztja kérdőíves felmérésünk. Egyik kérdésünk azt vizsgálta, hogy a tőkegarantált alapokhoz köthető kockázat – hozam párost preferálók hogyan viszonyulnak a kockázatvállalás és biztonság kérdéséhez. Irreális viszonyoknak azt tekintettük, ha valaki úgy gondolta, magasabb hozam eléréséhez nem szükséges magasabb kockázat vállalása, míg reálisnak, ha valaki tisztában van azzal, hogy a magasabb hozam magasabb kockázattal jár. Ezek mellett megkülönböztettünk még kockázatkerülő (azaz biztonságot kedvelő), illetve kockázatkedvelő attitűdöket. Az eredmények szerint a tőkegarantált alapot preferálók szinte azonos mértékben kockázatkedvelők, illetve kockázatkerülőek, és szinte ugyanennyien viszonyulnak mind reálisan, mind irreálisan a kockázatokhoz. Úgy gondoljuk, hogy ez alátámasztja azt, hogy a garantált alapokat választóknak mind a biztonságra, mind a kockázatra igényük van, és nincs egyértelműen kialakult attitűd. A többi befektetési lehetőség kapcsán ezzel szemben nagyon jól kirajzolódott azok az attitűdök, amelyekre számítottunk is, azaz a részvényeket és részvényalapokat preferálók közül jóval többen kockázatvállalók, mint akiknek a biztonság fontosabb, míg pénzügyi alapoknál a biztonságra vágyók vannak többségben.

3.2. Mi eredményezheti a tőkegarantált alapok népszerűségét hazánkban?

A BAMOSZ (Ács, 2006) adatai alapján elmondhatjuk, hogy a tőkegarantált alapok bizonyultak a harmadik legnépszerűbb befektetési formának. Megemlítendő tendencia továbbá, hogy az adóhatás (kamatadó bevezetése) miatt a lakossági befektetők elmozdultak a szélsőséges befektetési formák irányába: a nagyon rövid, illetve a több éves lejáratú termékeket preferálták a közepes időtávra szóló befektetésekkel szemben.

Ulbert és Csanaky (2004) nem, kor és iskolai végzettség szerint reprezentatív kutatásukban kérdőíves interjúkkal vizsgálták a kockázateszlelést és kockázati magatartást a befektetői döntések kapcsán. Eredményeik alapján szoros kapcsolat van a befektethető összeg nagysága és a kockázati magatartás között. Magasabb befektethető összeg esetén megnő a kockázatkerülés intenzitása, azaz megnő azok aránya, akik nem önállóan vállalják a kockázatot, hanem szakemberre bízják a döntést, így megosztva, - illetve áthárítva a kockázatot. Alátámasztották azt is, amelyet Hagstrom (1999) állít, nevezetesen, hogy a kockázatvállalási hajlam nemhez is köthető, és a nők jellemzően elővigyázatosabbak, mint a férfiak. További eredmények, hogy a kockázati magatartás és a befektetési formák választása között szoros kapcsolat van, és hogy a kockázateszlelés „fejlettsége” összhangban áll a befektetési preferenciákkal és kockázati magatartással. A kockázateszlelés fejlettségét a szerzőpáros szerint a jövedelemszint, az iskolai végzettség, valamint a nem befolyásolja, mint háttérváltozó. A szerzők azt is megállapítják, hogy a döntésméleti megközelítésből a kockázati magatartásra nézve hasonló következtetésekre lehet jutni, mint a kockázateszlelésből. A kutatás igazolta az úgynevezett bizonyosságághatást, illetve kiderült, hogy a döntéshozók nagy része a nyereségtartományban kockázatkerülő, és sok tekintetben megsérti a racionális magatartás axiómáit.

Ezen eredmények véleményünk szerint a alátámasztják állításainkat, nevezetesen, hogy az emberek nagy része hazánkban kockázatkerülő, illetve, hogy a pénzügyi döntések során nem a racionalitás, a statisztikai vagy számszerű információk az elsődleges befolyásoló tényezők, hanem egyéb, az egyéntől függő, illetve szubjektív, a kockázateszleléssel összefüggő tényezők. Úgy gondoljuk, hogy a magyar kisbefektetők kockázatkerülő tulajdonsága rendkívül fontos – sőt, a legfontosabbak között jelen levő – tényező a tőkegarantált alapok választását motiváló tényezők között, hiszen egy tőkegarantált alap jellegéből adódóan kedvelt befektetési forma lehet a kockázatkerülő rétegek számára, hiszen a tőke elvesztésének kockázata itt nem áll fenn.

Mindezt alátámasztja saját kérdőíves felmérésünk is; válaszaik alapján az általunk megkérdezettek közel nagyon nagy része mondható kockázatkerülőnek. Arra a kérdésre ugyanis, hogy „Ön hajlandó-e magasabb kockázatot vállalni magasabb hozam érdekében, a válaszadók 58%-a (N=396) azt válaszolta, hogy nem, mert számára a biztonság fontosabb, mint a magasabb hozam.

Ganzach (2000) kutatási eredményei szerint különböző módon történik a meg szokott, ismerős, illetve a még nem ismert pénzügyi befektetések kockázatának és várható hozamának megítélése. Kutatásunk szempontjából ez a megközelítés azért

lehet lényeges, mert a tőkegarantált alapok, ahogyan említettük, meglehetően újak, és így kevésbé ismertnek tekinthetők a hazai piacon. Ganzach szerint a nem ismert pénzügyi befektetések (és eszerint a tőkegarantált alapok hazánkbeli) kockázatának megítélése egy folytonos skálán, a „jó” és a „rossz” között helyezkedik el, és attitűdök alapján dől el. Ha a befektetési forma inkább a „jó” – hoz van közel, akkor az emberek alacsonyabb kockázatot, illetve magasabb hozam képzetét társítják hozzá. Emellett a nem ismert befektetések megítélésénél rendkívül fontosak a heurisztikák, illetve az előítéletek. Ez a kutatás így tükrözi a már eddig bemutatott megállapításokat, ugyanakkor újdonságot is tartalmaz, hiszen egy újabb dimenzió (újdonságérték) mentén tesz különbséget.

Egyetértve Ganzach megállapításaival, úgy gondoljuk, hogy a tőkegarantált alapok népszerűsége hazánkban annak a – már a marketing irányába vezető – ténynek is köszönhető, hogy sikeresen pozicionálták ezen befektetési formát a kisbefektetők „jó” – „rossz” kontinuumán, így előidézve a rendkívül kedvező befektetési lehetőségére való asszociációkat. Azaz, egy jól sikerült marketingkampánynak nagy szerepe van a kisbefektetők döntésében. Az általunk készített mélyinterjúk alapján azt mondhatjuk, hogy a kínálati oldal szereplői szerint is messzemenőig igaz ez a megállapítás.

4. Összegzés és kitekintések

Dolgozatunkban széleskörűen vizsgáltuk annak kérdését, hogy vajon tényleg létezhet-e olyan eszköz, amibe fektetve kockázat nélkül részesedhetek a hozamból – egy olyan piacon, amely gyakran, de nem mindig hatékony.

Amikor a befektetők tőkegarantált alap mellett döntenek, a kockázatot valamilyen számunkra kedvezőtlen esemény bekövetkeztének lehetőségeként értelmezik. Kérdés csupán az, hogy egy tőkegarantált alap esetében mi számíthat kedvezőtlen lehetőségnek? Mivel ezen eszköz jellegéből adódóan kizárólag a hozam a bizonytalan, ezért úgy gondoljuk, hogy a magyar befektetők kockázatkerülő jellemzőjének megfelel – szemben például az amerikaiakkal, ahol a konstrukció nem keltette fel a piac figyelmét sem.

A befektetők szubjektív, észlelt kockázata azonban nem áll maradéktalanul összhangban a szóráson alapuló pénzügyi kockázattal. Ezért megvizsgáltuk a kockázat pszichológiai dimenziójának több vetületét, számba véve azokat a tényezőket, amelyek befolyásolhatják az egyének kockázatesztelését a pénzügyi döntéseknél, amely úgy gondoljuk, hogy újdonságnak számít a pénzügyi témájú vizsgálódások terén.

A tőkegarantált alapok legalapvetőbb típusának a zártvégű formát tekintjük – amely jelentős prémiumot hozhat a kibocsátó számára azáltal, hogy érvényesíti a teljes költség hányados és a valódi alacsony működési költség közötti különbséget. Emellett rávilágítottunk arra, hogy a nyílt végű, saját kibocsátású befektetési jegyek

bázisán képzett alapok alapja jellegű konstrukció további járulékos előnyökkel jár az alapkezelő számára. További megfigyeléseket tettünk annak terén, hogy a nyíltvégű és hozamgarantált konstrukciók a tényleges hozamot termelő opciók alapon belüli részarányának rovására jönnek létre.

Érdekes lehet annak kérdése, hogy milyen stratégiát célszerű alkalmazni a tőkegarantált alapok esetében. Klasszikus „buy and forget” technika a hedge fundok által jelentett magasabb kockázat miatt kevésbé ajánlott, ugyanakkor a magasabb eladási jutalékok és a zártvégűség komoly hozam-áldozatokkal járhat a befektetési jegyek értékesítésekor.

Az konstrukció vitathatatlan előnye ellenben az, hogy megteremtette annak lehetőségét, hogy a befektetők tömegeit csábítsa ismét a korszerű befektetések piacára – ami remélhetőleg idővel a hazai pénzügyi kultúra javulását eredményezheti.

Felhasznált irodalom

- Ács G. 2006: Garantált alapok boomja. *Figyelő*, 2006/16, Budapest
- Ács G. 2006: Hangulatjavulás a tőzsdén. *Figyelő*, 2006/31, Budapest
- BAMOSZ 2006: *Negyedéves jelentés a BAMOSZ tagok által kezelt befektetési alapok, pénztári vagyonok, biztosító vagyonok és egyéb portfóliók 2006. II. negyedéves alakulásáról.*
- BAMOSZ 2006: *Befektetési alapkezelők és vagyonkezelők magyarországi szövetsége – Éves jelentés 2005.*
- CIB 2006: Alapok Tőkegarantált Származtatott Alapja – Rövidített Tájékoztató
- Douglas, M.–Wildavski, A. 1982: *Risk and Culture: An Essay on the Selection of Technological and Environmental Dangers.* Berkeley, CA: University of California Press.
- Dunbar, N. 2000: *A talált pénz – a pénzpiacok természetrajza.* Panem kiadó, Budapest
- Everitt, B. 1996: *Risk Perception.* Institute of Psychiatry, King's College, London
- Ganzach, Y. 2000: *Judging Risk and Return of Financial Assets.* Organizational Behavior and Human Decision Processes, 2000/2, 353-370. old.
- Greene, A. 2000: *A Process Approach to Project Risk Management.* Department of Civil and Building Engineering, Loughborough University.
- Hagstrom, R. G. 2000: Warren Buffet portfólió. *Panem kiadó*, Budapest
- Hátori B. 2003: Kísérletek és kilátások – Daniel Kahneman. *Közgazdasági Szemle*, 2003/9, 779 – 799. oldal
- Kolos K. 1998: *Észlelt kockázat és kockázatkezelési stratégiák a fogyasztói szolgáltatásoknál.* PhD. Disszertáció, BKE
- May R. (Szerk.) 2003: *Vagyon- alap- és portfóliókezelés.* Aula könyvkiadó, BAMOSZ, Nemzetközi Bankárképző Központ, Budapest
- OTP 2006: *Az OTP Optima Nyíltvégű Értékpapír Alap Rövidített Tájékoztatója*

- PSZÁF 2004/1: *Hosszútávú előrejelzés a nemzetközi és hazai makrogazdasági folyamatok, a globális pénz- és tőkepiaci fejlődés, a pénzügyi intézményrendszer és a pénzügyi felügyelettel szembeni követelmények várható alakulásáról.*
- PSZÁF 2005/1: *Összefoglaló a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete által végzett 2005. évi befektetés-kezelési témavizsgálatról.*
- PSZÁF 2007: *A nyilvános befektetési alapok költségei 2006-ban.* Mindezt kiegészítettük a 2005-ös és a 2004-es évet taglaló vizsgálatok adatbázisával – a szerzők
- Slovic, P. – Finucane, M. L. – Peters, E. – MacGregor, D. G. 2007: The affect heuristic. *European journal of operational research* 2007/177; 1333 – 1352. old.
- Slovic, P. – Ropeik, D. 2003: *Risk in Perspective.* Harvard Center for Risk Analysis 2003/11.
- Ulbert J. – Csanaky A. 2004: Kockázateszlelés és kockázati magatartás. *Közgazdasági Szemle*, 2004/3; 235 – 258. old.
- Ulbert J. 2002: *Értékpapírtékelés.* PTE, Pécs
- Weber, E. U. 2003: *Origins and Functions of perception of risk.* NCI Workshop on „Conceptualizing and Measuring Risk Perceptions” <http://decpa.nci.nih.gov/brp/presentations/weber.pdf>. Letöltve: 2004.09.24.

